

Prof. mr. R.H. Maatman* en mr. A.F.A. Coemans**

Class actions made easy



* Prof. mr. R.H. Maatman is hoofd juridische en fiscale zaken Stichting Pensioenfonds ABP en hoogleraar vermogensbeheer aan de Radboud Universiteit Nijmegen.



** Mr. A.F.A. Coemans is bedrijfsjurist Stichting Pensioenfonds ABP.

Aan het begin van deze eeuw kwamen talrijke boekhoudschandalen aan het licht bij beursgenoteerde ondernemingen. Zij hebben geleid tot een vertrouwenscrisis en waren een belangrijke oorzaak van de neergang van de aandelenmarkten. Nederlandse beleggers zijn daardoor hard getroffen: rechtstreeks als aandeelhouder of als participant in een beleggingsinstelling, maar ook indirect: als deelnemer aan een effectenleaseproduct, als verzekeringnemer van een unit-linkedverzekering of als begunstigde van een pensioenregeling.¹

1. Inleiding

Aan institutionele beleggers kan niet worden verweten dat zij de boekhoudfraude² hebben laten gebeuren.³ Fraude geschiedt in het verborgene en Lombroso heeft zijn studie niet verricht met het oog op rechtspersonen. Wél kan de vraag worden gesteld wat professionele vermogensbeheerders doen om de door hen geleden schade te verhalen van ondernemingen, hun adviseurs en consultants. In deze bijdrage komt – geschreven vanuit onze praktijkervaring bij een pensioenfonds – de vraag aan de orde hoe beleggers in de VS – althans enige – schadevergoeding kunnen verkrijgen van partijen die hen hebben misleid of daaraan verwijtbaar hebben meegewerkt.

Voor dat doel is in de VS een efficiënte juridische procedure ontwikkeld die in Nederland vooral wordt aangeduid als de ‘class action’. Hierna gaan wij in op de hoofdlijnen en achtergronden van deze Amerikaanse procedure. Vervolgens komt aan de orde welke wegen een gedupeerde belegger kan bewandelen om schadevergoeding te verkrijgen en de overwegingen die daaraan ten grondslag liggen. Daarbij zullen wij ook aandacht besteden aan de vraag of van een vermogensbeheerder – naar Nederlands recht – verwacht mag worden dat hij die wegen verkent en benut. Enkele overwegingen die daarbij een rol spelen, komen in deze bijdrage aan de orde. Daarbij besteden we in het bijzonder aandacht aan de positie van het pensioenfonds als vermogensbeheerder. Tevens willen wij enkele handreikingen doen aan institutionele beleggers die worste-

len met de vraag hoe zij daaraan in de praktijk – gegeven een beperkte capaciteit aan mensen en middelen – invulling kunnen geven. Ten slotte worden enkele woorden gewijd aan de Nederlandse tegenhanger van de class action, de Wet collectieve afwikkeling massaschade (WCAM).⁴

2. Transatlantisch probleem

Boekhoudschandalen zoals bij Worldcom, Global Crossing, Enron en AOL/Time Warner kennen hun weerga niet.⁵ De omvangrijke schade die deze affaires hebben veroorzaakt, zijn ongekend. Zij kregen veel belangstelling in de pers, evenals de juridische procedures die daarop volgden. In het voetspoor van deze schandalen volgden honderden andere zaken waaraan enige vorm van financiële fraude ten grondslag ligt.

Ook aan buiten de VS gevestigde ondernemingen wordt verweten dat zij beleggers hebben misleid. Dit krijgt een uitstraling naar de Amerikaanse jurisdictie als de desbetreffende onderneming aan een Amerikaanse beurs is genoteerd of mede vanuit de VS haar ondernemingsactiviteiten ontplooit. Nederland kent met Royal Ahold⁶ en Royal Dutch⁷ inmiddels zijn eigen ‘cases’. Baan Company ging daaraan vooraf. Elders in Europa hebben de affaires rond Vivendi en Parmalat heel duidelijk mondiale consequenties.

Een en ander heeft tot gevolg dat elke professionele belegger sinds een jaar of vijf wordt overstelpt door een gestaag toenemende formulierenstroom die verband houdt met juridi-

1. Zo kwam bijv. de dekkingsgraad van pensioenfonds in de gevarezone, hetgeen onder meer heeft geleid tot ingrijpen van de toezichthouder en heronderhandelingen over het pensioencontract. De macro-economische gevolgen daarvan zijn groot en de kwaliteit van het pensioenproduct heeft daaronder geleden, vgl. R.H. Maatman, *Het belangrijkste financiële product* (oratie) 2006.

2. Waar wij in dit artikel spreken over ‘fraude’ wordt tevens ‘misleiding’ of het afleggen van een onjuiste verklaring bedoeld. Het betreft telkens overtreding van Amerikaans effectenrecht door een aan een beurs in de VS genoteerde (beurs)vennootschap.

sche procedures in Amerika. De betekenis van die formulieren en de gevolgen van de soms aan beleggers gevraagde handtekeningen zijn bepaald niet altijd duidelijk. Dikwijls worden de desbetreffende formulieren terzijde gelegd in de hoop dat iemand de tijd vindt en zich roepen voelt om daaraan aandacht te geven. Ondertussen verlopen de daarin vermelde deadlines. Er verschijnen echter ook berichten in de pers waaruit blijkt dat sommige beleggers wél weten hoe zij die formulieren moeten behandelen.⁸ Althans, dat kan worden afgeleid uit de schadevergoeding die zij weten te verkrijgen.⁹ Deze feiten en omstandigheden hebben ertoe geleid dat bij Nederlandse beleggers belangstelling is ontstaan voor 'securities fraud litigation'. Het besef dat overtreding van Amerikaans effectenrecht en de daaruit voortvloeiende beleggingsschade ook hen raakt en de notie dat (een deel van) die schade in de VS op relatief eenvoudig wijze kan worden goedge maakt, heeft die interesse in Europa verder doen toenemen. Amerikaanse advocatenkantoren zijn graag bereid die interesse te voeden. Op zoek naar nieuwe opdrachtgevers zetten steeds meer vertegenwoordigers van 'the plaintiffs bar' voet aan Europese wal.

3. Class Action¹⁰

In de VS is het voeren van een class action een manier om beleggingsschade te verhalen die het gevolg is van 'false or misleading statements' door een beursgenoteerde onderneming. Het is een instrument in handen van een groep van beleggers die in een bepaalde periode (de 'class period') beleggingsschade heeft geleden als gevolg van dezelfde frauduleuze handeling van een bepaalde beursonderneming waarin elk lid van die groep gedurende die periode effecten hield. De procedure opent de mogelijkheid om de veroorzaker van die schade juridisch aan te spreken, hem verantwoordelijkheid te laten afleggen en te dwingen tot schadevergoeding.

De beleggingsschade kan betrekking hebben op zowel obligaties als aandelen. Ter wille van de leesbaarheid gaan wij er in deze bijdrage van uit dat de schade wordt geleden door aandeelhouders.

Voordeel van de class action is dat de aandeelhouder zonder veel inspanning en tegen geringe kosten (althans een deel van) zijn schade vergoed krijgt. De kosten die met de procedure zijn gemoeid worden gedragen door alle be-

nadeelden die in de class deelnemen. Voordat het bedrag van de schadevergoeding voor verdeling onder de benadeelden beschikbaar komt, worden daarop in mindering gebracht de tijdens de procedure in redelijkheid gemaakte kosten. Kenmerkend voor de class action is dat het resultaat van de procedure alle 'class members' bindt.

Samengevat vereist een class action het volgende:

1. De rechter stelt vast dat aan de eisen voor een class action is voldaan. Van belang daarbij is dat sprake is van voldoende representativiteit en dat een class action uit hoofde van proceseconomie de voorkeur verdient boven een andere wijze van afdoening.¹¹
2. Uit de door eiser verweten gedraging moet kunnen worden afgeleid wat de omvang van de class is (bijv. alle beleggers die in een bepaald tijdvak gehandeld hebben in het desbetreffende aandeel).
3. De eiser alsook degene die uiteindelijk wordt benoemd tot lead plaintiff, moet zelf deel uitmaken van de class.
4. De eiser moet het causaal verband aannemelijk maken tussen de verweten gedraging en de transactie.
5. Die bewijslast is relatief eenvoudig bij beursgenoteerde effecten. Indien er na de publicatie van de onjuiste verklaring ('false or misleading statement') een koersbeweging is gevolgd, wordt het oorzakelijk verband aanwezig geacht, mits aan de volgende eisen is voldaan:
 - de onderneming heeft een voor het publiek bestemde mededeling gedaan;
 - de onjuistheid was van materiële betekenis;
 - de onjuiste verklaring was van dien aard dat zij een belegger in redelijkheid kan bewegen tot een foutieve waardering van het aandeel.
 Als deze feiten en omstandigheden aanwezig zijn, leidt dat – grofweg – tot een omkering van de bewijslast. Op de onderneming rust de bewijslast dat er geen oorzakelijk verband is tussen de onjuiste verklaring en de transacties van de beleggers in effecten van die onderneming ('fraud on the market theory').
6. Indien de rechter de procedure aanmerkt als een class action dient de eiser ('lead plaintiff') alle leden van de class ervan in

Voordeel van de class action is dat de aandeelhouder zonder veel inspanning en tegen geringe kosten zijn schade vergoed krijgt.

3. Hooguit kan hun worden verweten dat zij zich – tezamen met anderen – hebben laten verblinden door niet-realistische winst- of omzetcijfers en overspannen rendementsverwachtingen. Vgl. John C. Coffee Jr., 'Understanding Enron: "It's about the gatekeepers, stupid"', *The business lawyer* (57) 2002; John C. Coffee Jr., 'What caused Enron?: "A Capsule Social and Economic History of the 1990's"', *Cornell law review* (89) 2004. Roberta S. Karmel, 'Should a duty to the corporation be imposed on institutional shareholders', *The Business Lawyer* (60) 2004-1, p. 1-21. Nader daarover R.H. Maatman, 'Integriteit van de Onderneming – Aandeelhouder en Integriteit', in: *Onderneming & Integriteit*, uitgave vanwege het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht, 2007.

4. *Stb.* 2005, 340, in werking getreden op 17 juli 2005 (*Stb.* 2005, 380).

5. Vgl. bijv. <www.worldcomlitigation.com>; <www.globalcrossinglitigation.com>.

6. Vgl. P.M. Storm, 'De Aholdschikkingen', *Ondernemingsrecht* 2006-7. In Royal Ahold werd geschikt voor een bedrag van US \$ 1,1 miljard, vgl. <www.royalholdsecuritieslitigation.com>.

7. Vgl. *NRC Handelsblad* 25 juni 2005, 10 januari 2006; *Het Financieele Dagblad* 15 september 2004.

8. *Het Financieele Dagblad* 5 augustus 2005; 23 augustus 2005, 8 april 2006; *NRC Handelsblad* 7 oktober 2005.

De PSLRA wil institutionele beleggers aanmoedigen om 'size, sophistication, and power' aan te wenden om hoge(re) schadevergoedingen te realiseren en desgewenst hervormingen op het terrein van 'corporate governance' te bewerkstelligen.

9. Zie J.D. Cox & R.S. Thomas, 'Does the plaintiff matter? An empirical analysis of lead plaintiffs in securities class actions', *Columbia Law Review* 2006. Een eerdere versie van dit artikel ('Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal implications of the failure of financial institutions to participate in securities class action settlements') kan worden gedownload via <www.ssrn.com>.

10. De grondslag voor de class action vormt Rule 23 van de Federal Rules of Civil Procedure: 'One or more members of a class may sue or be sued as representative parties on behalf of all only if (1) the class is so numerous that joinder of all members is impracticable, (2) there are questions of law or fact common to the class, (3) the claims or defenses of the representative parties are typical of the claims or defenses of the class, and (4) the representative parties will fairly and adequately protect the interests of the class.'

11. F.C. Schirmeister, 'De afwikkeling van massaschade: the American way', *AA* (54) 2005-10, p. 824-832.

12. De wettekst kan worden gedownload via <<http://www4.law.cornell.edu/search/index.html>>.

13. Dit ingevolge de Securities Litigation Uniform Standards Act (SLUSA).

kennis te stellen dat (i) de rechter het desbetreffende lid, indien het de wens daartoe te kennen geeft, zal elimineren uit de class (ii) een vonnis ('favorable or not') bindend is voor alle leden die niet hebben gevraagd om te worden geëlimineerd uit de class, en (iii) elk lid van de class zich desgewenst kan laten bijstaan door een eigen advocaat. ('Notice of pendency [and proposed settlement] of class action').

7. Een class action eindigt met een veroordelend vonnis of door een schikking die de goedkeuring heeft verkregen van de rechter. Vervolgens zal de eiser opnieuw alle leden van de class moeten informeren dat de procedure is geëindigd en dat de onderneming verplicht is tot betaling van een bepaald bedrag aan de class. Meestal bedraagt de schadevergoeding enkele dubbeltjes voor elk aandeel waarin het lid van de class heeft gehandeld. De leden van de class kunnen die schadevergoeding innen indien zij gedetailleerd aantonen dat zij binnen de class period gehandeld hebben in het desbetreffende aandeel ('Proof of claim and release').

4. Amerikaanse wetgeving

a. Section 10(b) en Rule 10(b)-5

De voor class actions relevante wettelijke bepalingen zijn opgenomen in de *Securities Exchange Act of 1934*. Section 10(b) (*Manipulative and Deceptive Devices*) is een antifraudebepaling die de basis vormt voor aansprakelijkheid voor onjuiste en misleidende verklaringen dan wel misleidende of manipulatieve handelingen die een negatieve uitwerking hebben op de handel in effecten op de secundaire markt. Een 'geldige' vordering vereist de volgende (cumulatieve) elementen:

- een onjuiste verklaring met betrekking tot een materieel feit dat de gedaagde betreft;
- wetenschap van de onjuistheid van de verklaring bij of roekeloos negeren van de onjuistheid door de gedaagde;
- de onjuiste verklaring van gedaagde heeft de schade veroorzaakt;
- eisers vertrouwden ten onrechte op de juistheid van die verklaring;
- eisers hebben (daardoor) daadwerkelijk schade geleden.

Rule 10(b)-5 (*Employment of Manipulative and Deceptive Devices*) is een aanvulling op

Section 10(b) en beschrijft meer in het bijzonder welke handelingen en gedragingen als 'unlawful' kwalificeren en bron zijn voor aansprakelijkheid. Ongeoorloofd zijn 'praktijken' (kunstgrepen, manipulaties, handelingen en verklaringen) die tot doel hebben een ander te misleiden.

b. Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)¹²

Class actions die verband houden met effectenrechtelijke fraude dienen voor de Amerikaanse federale rechter te worden gebracht.¹³ De procedure wordt beheerst door federaal recht, de PSLRA. Deze wet is in 1994 aangenomen en beoogt misbruik van en inbreuk op Amerikaans effectenrecht tegen te gaan. Door middel van de PSLRA heeft de Amerikaanse wetgever willen bevorderen dat institutionele beleggers in een class action het initiatief nemen. De gedachte achter de PSLRA is dat institutionele beleggers met een groot belang in de uitkomst van een class action, het beste in staat zijn om als eisers afdoende de belangen te behartigen van de 'class' tegenover de gedaagde.¹⁴ Na de invoering van de PSLRA werd het – ook voor buitenlandse beleggers – eenvoudiger om schadeveroorzakers in rechte ter verantwoording te roepen. De PSLRA wil institutionele beleggers aanmoedigen om 'size, sophistication, and power' aan te wenden om hoge(re) schadevergoedingen te realiseren en desgewenst hervormingen op het terrein van 'corporate governance' te bewerkstelligen. Onderzoek naar de (uit)werking van de PSLRA wijst uit dat honoraria ('legal fees') als gevolg van een actief optreden door institutionele beleggers in class actions, sterk afnamen.¹⁵ Mede daardoor nam de hoogte van de (gemiddelde) schadevergoedingen na 1994 toe.¹⁶

5. Proceseconomie

De class action is mogelijk gemaakt om redenen van proceseconomie. Het is efficiënt om vorderingen tot schadevergoeding van duizenden benadeelden (gelaedeerden) collectief, in één procedure af te doen, in plaats van individueel. De Amerikaanse federale rechter bepaalt of een aantal eisende partijen worden samengevoegd tot een class. Voor de benadeelden heeft dit als voordeel dat er één of enkelingen zijn die de procedure voeren ten behoeve van allen die deel uitmaken van de class. Dit is

óók in het belang van de gedaagde. Doordat het aantal procedures met betrekking tot een aan hem verweten gedraging wordt beperkt, worden de kosten die verband houden met juridische bijstand en managementaandacht gereduceerd. Collectieve afdoening beperkt voorts het beslag dat wordt gelegd op de capaciteit van de rechterlijke macht. De relatieve eenvoud van de procedure en de daarmee gemoeide geringe kosten, maken de class action voor veel beleggers tot een aantrekkelijke manier van procesvoering. Er zijn er op dit moment ca. 1350 aanhangig.¹⁷

6. Fiduciaire verantwoordelijkheid

Nederlandse institutionele beleggers hebben een omvangrijk deel van hun vermogen belegd via de Amerikaanse effectenmarkt. Zij worden daarom automatisch geconfronteerd met de hiervoor beschreven procedures. Als een class action aanhangig is en een belegger in de class period in het relevante aandeel heeft gehandeld, maakt de belegger van rechtswege deel uit van de class. Als die belegger géén deel wil uitmaken van de class zal hij uit de class moeten stappen ('opt-out').

Als de class action resulteert in schadevergoeding (hetzij via een schikking, hetzij via een vonnis) heeft elke class member recht op een deel van de schadevergoeding. Het is uiteraard aan hemzelf overgelaten of hij die schadevergoeding wil innen. Die vrijblijvendheid kent echter zijn grenzen. Indien een vermogensbeheerder in Amerikaanse class actions schadevergoedingen krijgt toegewezen, behoren die vorderingen tot de activa van het door hem beheerde vermogen. Zijn fiduciaire verantwoordelijkheid vergt onzes inziens dat hij deze vorderingen beheert en zo mogelijk int. Voor een pensioenfonds kan dit mede worden gebaseerd op de 'prudent person'-regel.¹⁸ Naar Nederlands recht geldt dat een vermogensbeheerder bij het beheer van het aan hem toevertrouwde vermogen de zorg van een goed opdrachtnemer in acht dient te nemen. Ook voor een pensioenfonds geldt dat hij als vermogensbeheerder prestaties dient te leveren die ten minste beantwoorden aan de eisen die gelden voor een redelijk bekwame en redelijk handelende professionele vermogensbeheerder.¹⁹ Als een toegekende schadevergoeding op relatief eenvoudige wijze kan worden geïnd, kan het nalaten om zulks te doen aan hem worden verweten. Een zodanig nalaten

kan niet worden verdedigd met een beroep op de stelling dat de vermogensbeheerder 'princiepelijk' tegen class actions en tegen een 'claimcultuur' is – geluiden die ons soms bereiken onder pensioenfondsen. Als de vermogensbeheerder belegt op de Amerikaanse markt geeft hij zich willens en wetens in die jurisdictie en worden aan hem claims toegekend als resultaat van class actions. Evenmin kan worden geredeneerd dat het innen van die vergoeding de onderneming dupeert en het nalaten daarvan de onderneming ten goede komt. Immers, de schadevergoeding is toegekend, en als die *niet* wordt geïnd komt die in de regel ten goede aan de beleggers die dat wél doen.²⁰ Alleen al om die reden gaat ook een ander argument niet op, nl. dat een belegger door het innen van schadevergoeding zichzelf zou benadelen omdat hij vaak nog steeds aandeelhouder is van die onderneming. Bovendien geldt dat de aandeelhouderspopulatie in de class een andere is dan de aandeelhouderspopulatie van de desbetreffende onderneming op het moment dat de schadevergoeding wordt uitgekeerd.²¹ Ook om die reden is het argument van de 'zelfbenadeling' niet valide. Wij zijn daarom van mening dat van een professionele vermogensbeheerder ten minste mag worden verwacht dat hij registreert welke vorderingen deel uitmaken van het beheerde vermogen en dat hij deze int.²²

Een vraag van andere orde is of een vermogensbeheerder kan volstaan met deze vorm van 'passieve monitoring' of dat van hem ook een actieve rol mag worden verwacht, waarbij hij zélf het voortouw neemt om meer schadevergoeding te verkrijgen dan waarop hij als deelnemer van de class recht zou hebben. Een dergelijke actieve rol zouden wij niet zonder meer willen beschouwen als een fiduciaire verplichting. Niettemin kunnen er goede redenen zijn om die activiteiten te willen ontplooiën. De overwegingen die daarbij een rol kunnen spelen, behandelen we in de volgende paragraaf.

7. Actieve monitoring

a. Opt-out

Een belegger kan zich als class member door de representant van de class, de 'lead plaintiff', onvoldoende (deskundig) vertegenwoordigd weten. Mogelijk constateert hij dat zijn belangen verschillen met die van de overige leden van de class. Wellicht is hij van mening dat de

Indien een vermogensbeheerder in Amerikaanse class actions schadevergoedingen krijgt toegewezen, behoren die vorderingen tot de activa van het door hem beheerde vermogen.

14. E.J. Weiss & J.S. Beckerman, 'Let the money do the monitoring: how institutional investors can reduce agency costs in securities class actions', *The Yale Law Journal* 104:253. Zie ook I.N. Tzankova, *Strooischade*, par. 5.4.4.

15. *Investment & Pensions Europe*, mei 2006.

16. Voor een overzicht zie: NERA Economic Consulting, *Recent Trends in Shareholder Class Action Litigation: Beyond the Mega-Settlements, is Stabilization Ahead?*, april 2006. Volgens dit rapport trad in 14% van de zaken die in 2000 werden geschikt een institutionele belegger als lead plaintiff op. In 2005 was dat percentage gestegen naar 38. Eveneens volgens dit rapport: zaken met een institutionele belegger als lead plaintiff worden 'for a statistically significant one-third more' geschikt. Zie ook Cox & Thomas (2006).

17. Bron: Investor Responsibility Support Services, Inc.

18. Daarbij geldt volgens artikel 135 Pw het zogeheten loyaliteitsbeginsel: het pensioenfonds dient te beleggen 'in het belang van aanspraak- en pensioenge-rechtigden'. In de EU moet de 'prudent person'-regel tot verdere ontwikkeling komen. Die ontwikkeling zal in 2008 door de Europese Commissie worden geëvalueerd. Vgl. *Kamerstukken II*, 30 413, nr. 3, p. 92; *Kamerstukken I*, 30 413, nr. C, p. 32. Zie ook R.H. Maatman, 'Beleggen volgens de "prudent person"-regel', *Ondernemingsrecht* 2003-17.

Slechts als er sprake is van een aanmerkelijk verlies kan een opt-out en een daaropvolgende eigen actie economisch een aantrekkelijk alternatief zijn voor de class action.

19. Vgl. R.H. Maatman, *Het pensioenfondss als vermogensbeheerder* (diss.) 2004.

20. Vgl. J.D. Cox & R.S. Thomas, 'Leaving money on the table: do institutional investors fail to file claims in securities class actions', *The Washington University Law Quarterly* 2002.

21. Het is dus niet zo dat op het niveau van de individuele onderneming 'geld wordt rondgepompt' waarvan alleen de advocatuur profiteert.

22. Zie E.J. Weiss & J.S. Beckerman, 'How institutional investors can reduce agency costs in securities class actions', *The Yale Law Journal* 1995-8; C.C. Martin & M.H. Metcalf, 'The fiduciary duties of institutional investors in securities litigation', *The Business Lawyer* (56) 2001; J.D. Cox & R.S. Thomas, *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?*, 2002.

23. Certificeren is vaststellen of aan de aan een class action te stellen voorwaarden is voldaan en als dat zo is oordelen dat de procedure als class action kan worden gevoerd.

24. E.A. Davis & M.A. Lowenthal, *Class Actions*, par. 92.1009.

25. Dit volgt uit de PSLRA ('most adequate lead plaintiff'). Zie ook Cox & Thomas (2006).

26. *Investment & Pensions Europe*, mei 2006: 'Congress believed that institutional investors with large amounts at stake would represent the interests of the class more effectively than class members with small amounts at stake.'

lead plaintiff en 'class counsel' met zijn persoonlijke belangen te weinig rekening houden. Denkbaar is ook dat hij op de schadeveroorzaker een vordering heeft die niet door de class action wordt gedekt. Voor dergelijke situaties biedt de class-actionprocedure de mogelijkheid om uit de class te stappen door middel van een zogeheten 'opt-out'. Indien een belegger van deze mogelijkheid gebruikmaakt, distantieert hij zich van de uitkomst van de class action. Wil hij zijn schade toch verhalen dan rest hem geen andere weg dan het starten van een eigen schadevergoedingsprocedure tegen de schadeveroorzaker. De opt-out gecombineerd met een eigen schadevergoedingsactie heeft als voordeel dat in die actie uitsluitend de belangen van de initiatiefnemer tellen. De belegger is in staat zijn eigen strategie te voeren zonder dat hij zich rekenschap hoeft te geven van de belangen van derden.

Alvorens tot een opt-out te besluiten, dient een inschatting te worden gemaakt van de kans van slagen van een individuele procedure. Die inschatting wordt voorafgegaan door de beoordeling of sprake is van een substantieel verlies. Slechts als er sprake is van een aanmerkelijk verlies kan een opt-out en een daaropvolgende eigen actie economisch een aantrekkelijk alternatief zijn voor de class action. Het is raadzaam om in de afwegingen te betrekken dat een opt-out media-aandacht kan trekken of vragen kan oproepen van belanghebbenden. Met het oog daarop is het nuttig om 'kernboodschappen' en 'questions & answers' voorhanden te hebben.

Opting-out kan plaatsvinden ten tijde van de certificering²³ of later ten tijde van de schikking. Tenzij certificering en schikking qua tijdstip samenvallen, zijn er dus twee mogelijkheden om uit de class te stappen. Van beide mogelijkheden worden belanghebbenden tijdig, door middel van een officiële aankondiging via de 'claims administrator', in kennis gesteld. Deze officiële berichten worden ruim vóór het verstrijken van de opt-outtermijn verzonden. De periode tussen de ontvangst van het bericht en het verstrijken van de uiterste termijn is zodanig dat onder normale omstandigheden voldoende gelegenheid bestaat om juridisch advies in te winnen omtrent de eigen positie, om daarover een weloverwogen besluit te nemen en een opt-outverzoek in te dienen.

Anders dan bij de class action beïnvloedt de belegger in geval van een opt-out rechtstreeks de hoogte van de te vorderen schadevergoeding. Zijn eigen verlies vormt daarvoor de basis. Voor juridische advieskosten (zowel in als buiten de class) geldt in de regel: 'no cure, no pay'. Betaling daarvan is slechts aan de orde indien de procedure uitmondt in een schadevergoeding.

In de class action is de individuele class member niet betrokken bij fee-onderhandelingen. Denkbaar is dat de lead plaintiff een zo hoog tarief met de class counsel is overeengekomen, dat dit op zichzelf al voldoende reden is voor een opt-out. In geval van een opt-out onderhandelt de benadeelde zelf met zijn externe juridische adviseur over de vergoeding voor diens werkzaamheden. Onze indruk is dat de tarieven die de advocatuur in rekening brengt voor opt-outzaken grofweg variëren tussen de 15 en 30% van de schadevergoeding.

Nadeel van een opt-out is dat (proces)kosten voor eigen rekening komen en niet zoals bij een class action door een groep van lotgenoten pro rata worden gedeeld. Bovendien wordt het fee-arrangement – anders dan in de class – niet onderworpen aan een redelijkheidstoets van de rechter. Daar staat echter tegenover dat de omvang van de schadevergoeding in een zorgvuldig gekozen eigen procedure vaak aanzienlijk meer bedraagt dan het bedrag dat na een class action wordt uitgekeerd.²⁴ Een vijf- tot tienvoud is geen uitzondering.

b. *Lead plaintiff*

De benadeelde die, gelet op de omvang van zijn verlies, nauw betrokken wil zijn bij het verloop van een voor hem relevante class action kan ervoor kiezen om daarin het voortouw te nemen. Hij kan de bevoegde rechter verzoeken hem tot lead plaintiff te benoemen. Ook een beperkt aantal benadeelden kan als groep bij de rechter een verzoek indienen om gezamenlijk als lead plaintiff te worden aangesteld. Als de rechter daar gevolg aan geeft, is sprake van een co-lead-plaintiffstructuur. De rechter maakt een keuze uit degenen die bij hem een verzoek hebben ingediend. Bepalend voor die keuze is de omvang van het door een verzoeker geleden verlies.²⁵ Doorgaans wordt de belegger met het grootste verlies benoemd.²⁶

De lead plaintiff vertegenwoordigt de leden van de class. Die hoedanigheid maakt moge-

lijk het proces te sturen, te controleren en het eindresultaat te beïnvloeden. Hij is nauw betrokken bij discussies en onderhandelingen over de hoogte van de (door de rechter vast te stellen) schadevergoeding en de wijze waarop deze onder de deelnemers in de class wordt verdeeld. De lead plaintiff is weliswaar in staat de hoogte van de proceskosten en daarmee de schadevergoeding gunstig te beïnvloeden doch overigens levert die rol hem geen betere positie op. Ook hij deelt, net als elk ander lid van de class, naar rato in het bedrag van de schadevergoeding.

In een class action wordt het juridisch (denk)werk namens de class door de lead counsel verricht. Op voorspraak van de lead plaintiff benoemt de rechter de lead counsel.²⁷ De lead plaintiff volgt de inspanningen van de lead counsel nauwgezet. Hij leest en beoordeelt processtukken en voorziet deze, indien nodig, van commentaar.

De lead plaintiff loopt weinig financieel risico. Alle kosten en uitgaven die met de procesvoering verband houden worden door de lead counsel voorgefinancierd.²⁸ Alleen indien de class action succesvol eindigt, vindt ten laste van de class (terug)betaling van deze kosten en uitgaven plaats. De lead plaintiff die op verdeigbare gronden procedeert tegen een onderneming is niet aansprakelijk voor eventuele kosten of schade van de wederpartij. Ook niet wanneer zijn vordering wordt afgewezen. Nadeel is dat de lead plaintiff kan worden blootgesteld aan getuigenverhoor ('deposition'). Hij kan worden opgeroepen om verklaringen onder ede af te leggen. Ander nadeel is dat hij kan worden gedwongen inzake te geven in relevante stukken ('discovery'). Op verzoek van gedaagde dient hij de door deze voor de procedure van belang geachte documenten beschikbaar te stellen. Dit kan een arbeidsintensieve en tijdrovende aangelegenheid zijn. Voorts zal de lead plaintiff in zijn afwegingen niet geheel voorbij kunnen gaan aan de belangen van de andere gelaedeerden die deel uitmaken van de class. Hij zal zich moeten afvragen welke consequenties zijn beslissingen voor hen hebben. Het onderhandelingsresultaat komt immers mede voor hun rekening. In zoverre draagt de lead plaintiff een zekere fiduciaire verantwoordelijkheid ten opzichte van de class members. Niettemin is het primair de rechter die waakt over de belangen van de class members.²⁹

Tot op heden waren niet-Amerikaanse beleggers terughoudend voor wat betreft het vervullen van de rol van lead plaintiff. Naar de achtergronden daarvan moeten wij gissen. Vermoedelijk is onbekendheid met de class-actionprocedure een reden. Daarnaast is er een begrijpelijke aarzeling om in een vreemde jurisdictie het initiatief te nemen in een schadevergoedingsactie die meestal gericht zal zijn tegen een onderneming die 'thuis' is in die jurisdictie. De niet-Amerikaanse belegger verkeert daardoor op voorhand in een achterstandpositie.

8. Passieve monitoring

Uiteraard bepaalt de belegger zelf de rol die hij binnen de class wenst te vervullen. Van passieve monitoring is sprake wanneer de benadeelde verkiest om de uitkomst van de procedure als class member af te wachten. Bij een relatief gering verlies is er geen goede reden een actieve rol te overwegen. De belegger kan in dat geval het beste 'gewoon' class member zijn en blijven, tijdig de administratieve handelingen verrichten om zijn deel van de schadevergoeding op te eisen en de inning daarvan bewaken.

9. Beleid inzake class actions: litigation policy

Aan een professionele vermogensbeheerder kan worden verweten niet in het belang van zijn begunstigden te handelen indien hij zich onvoldoende inspant om vorderingen tot schadevergoeding te innen die deel uitmaken van het belegd vermogen. Dat geldt naar onze mening niet zonder meer voor de hierboven aangeduide actieve monitoring. Op grond van een kosten-batenafweging en mede in aanmerking genomen de omvang van het belegd vermogen, is het heel goed voorstelbaar dat een vermogensbeheerder zich beperkt tot passieve monitoring. Niettemin lijkt het ons nuttig dat de vermogensbeheerder een beleid formuleert waarin de uitgangspunten voor passieve en actieve monitoring zijn neergelegd. Op basis daarvan kan besluitvorming zorgvuldig en weloverwogen plaatsvinden. Het biedt tevens een basis voor de beantwoording van mogelijke kritische vragen van deelnemers en andere belanghebbenden.

Een professionele vermogensbeheerder kan worden verweten niet in het belang van zijn begunstigden te handelen indien hij zich onvoldoende inspant om vorderingen tot schadevergoeding te innen die deel uitmaken van het belegd vermogen.

27. Federal Rules of Civil Procedure, Rule 23(g).

28. De rechter bepaalt of de vergoeding die door de lead counsel aan de class in rekening wordt gebracht 'fair and reasonable' is. Vgl. E.A. Davis & M.A. Lowenthal, *Class Actions*, par. 92.09 en 92.10.

29. E.A. Davis & M.A. Lowenthal, *Class Actions*, par. 92.09.

*Verliesbepaling
vergt specialisti-
sche kennis.*

Een class-actionbeleid dient ten minste antwoord te geven op vragen als:

- Wanneer zal actieve monitoring serieus worden overwogen?
- Wanneer is een *opt-out* een geschikt alternatief? en
- Wat moet het relevante afwegingskader zijn?

De belangrijkste factor is zonder meer de omvang van de geleden verliezen. Het ligt voor de hand om een bepaald drempelbedrag te hanteren dat in beginsel bepalend is voor het antwoord op de vraag of wordt overgegaan tot actieve of passieve monitoring. De idee is dat een bepaalde zaak slechts dan aan een nader onderzoek wordt onderworpen indien dat drempelbedrag wordt overschreden. In het ‘relevante afwegingskader’ kunnen vervolgens factoren worden meegewogen als:

- Wat is de ernst van de verweten gedraging, of anders gezegd, wat is de kracht van de claim?
- Heeft de belegger zich in zijn aan- en verkooptransacties uitdrukkelijk gebaseerd op die verweten gedraging, of heeft hij louter de bewegingen van een aandelenindex gevolgd?
- Heeft de belegger op dit moment een over- of onderwogen positie in de desbetreffende onderneming, in vergelijking tot de index?
- Is de desbetreffende onderneming ‘in good standing’ of verkeert die onderneming in of op de rand van faillissement?
- Leidt een verzoek tot verkrijging van de status van lead plaintiff of een beslissing tot ‘opting-out’ tot publicitaire aandacht en is de vermogensbeheerder in staat die belangstelling te managen?

Onze ervaring is dat de meeste zaken zich niet voor een diepgaande beoordeling lenen, alleen al vanwege de relatief geringe omvang van de verliezen.

10. Portfolio monitoring en claims administration

Het voorafgaande veronderstelt dat de belegger per class action kan beschikken over relevante verliescijfers. Deze bepalen immers in belangrijke mate de keuze voor een passieve of actieve benadering. Om de hoogte van een verlies vast te stellen is het nodig dat vroeg in het besluitvormingsproces, vóórdat in de juri-

dische procedure termijnen verlopen, ‘handelsinformatie’ beschikbaar is met betrekking tot de in de class period verrichte aan- en verkooptransacties (inclusief de relevante aantallen en de koersen) en de positie in de desbetreffende onderneming aan het eind van de class period. Verliesbepaling vergt specialistische kennis. Zowel de in class actions gespecialiseerde advocatenkantoren als onafhankelijke dienstverleners bieden hun ondersteuning aan. Zij gebruiken portfoliomonitoringsystemen die behalve met informatie over gedetecteerde class actions worden gevuld met de van opdrachtgevers afkomstige specifieke handelsinformatie. Dit vereist in de regel dat gegevens afkomstig van de ‘global custodian’ van de opdrachtgever in het systeem worden ‘ge-upload’. Het systeem is daardoor in staat om snel vast te stellen of een zaak voor een opdrachtgever relevantie heeft, onder meer door een verliesindicatie te genereren. Een portfoliomonitoringsysteem stelt de opdrachtgever voorts in staat alle class actions op dagbasis te volgen. De opdrachtgever krijgt doorgaans elektronisch toegang en wordt geattendeerd op belangrijke data, waaronder de deadlines die gelden voor een opt-out en voor het indienen van formulieren bij de claims administrator. Dat is een gespecialiseerde dienstverlener die zorgdraagt voor het administratieve proces dat volgt op een eenmaal vastgestelde schadevergoeding. De claims administrator informeert beleggers over de details van de schikking resp. het vonnis dat ten grondslag ligt aan de schadevergoeding, hij geeft aan welke formulieren (‘proofs of claim’) voor welke datum moeten worden ingevuld en aan hem getourneerd en hij beoordeelt die proofs of claim (hij stelt vast of een bepaalde belegger daadwerkelijk deel uitmaakt van de class en derhalve gerechtigd is tot een pro-ratadeel van de schadevergoeding). Vervolgens keert hij de schadevergoeding uit, meestal in de vorm van – in onze ogen ouderwetse – cheques. Claims administration draagt ertoe bij dat class-actionclaims tijdig kunnen worden geregistreerd en geïnd.

11. Capaciteit: mensen en middelen

Een vermogensbeheerder die een aanmerkelijk deel van zijn vermogen belegt in Amerikaanse aandelen neemt automatisch deel in tientallen, soms wel een paar honderd class actions. De schadevergoeding in individuele ge-

vallen zal variëren van enkele dollars tot vele tienduizenden dollars. In de uitzonderlijke situatie waarin ABP zich bevindt gaat het per jaar om miljoenen dollars.³⁰

Gegeven deze bedragen loont het al snel om een medewerker parttime in te zetten om het verloop van class actions te monitoren. Dat geldt wel heel in het bijzonder in deze jaren, nu talrijke class actions die zijn geïnitieerd aan het begin van deze eeuw (naar aanleiding van de boekhoudschandalen) tot een afronding komen en tot schadevergoeding leiden.

Wat een pensioenfonds betreft is onze inschatting dat het formuleren van beleid en het vastleggen van procedures aanvankelijk veel tijd zal kosten (naar schatting enkele weken) maar dat daarna een pensioenfonds met een gemiddelde omvang class actions passief moet kunnen monitoren met de inzet van circa 0,2 fte.

Daarbij is een portfoliomonitoringsysteem nagenoeg onontbeerlijk. Er zijn diverse partijen die hun diensten op dit terrein aanbieden. Alle hebben zij gemeen dat zij inspanningen op het gebied van registratie uit handen van de opdrachtgever nemen. Zij bewaken termijnen, dienen tijdig vorderingen in, monitoren ontvangsten en rapporteren frequent aan de opdrachtgever over hun activiteiten. Doorgaans wordt samengewerkt met de global custodian. Steeds vaker trachten advocatenkantoren opdrachtgevers aan zich te binden door gratis een portfoliomonitoringsysteem aan te bieden. Het nadeel daarvan is echter dat een advocatenkantoor financieel belanghebbende is en dat dit, in onze opvatting, een objectief advies ten aanzien van een eventueel actieve rol in class actions bemoeilijkt. Een portfoliomonitoringsysteem dat ter beschikking wordt gesteld door een van de advocatuur onafhankelijke derde heeft daarom onze voorkeur, maar daarmee zijn uiteraard additionele kosten gemoeid.³¹

12. Wet collectieve afwikkeling massaschade

In Nederland wordt de afwikkeling van massaschades eenvoudiger door de WCAM. De WCAM maakt het mogelijk een groot aantal civiele procedures in één keer af te doen waardoor kosten worden beperkt. Doordat lange juridische procedures worden vermeden, wordt het doen van schadeuitkeringen aan slachtoffers bespoedigd. Blijkens de memorie

van toelichting was de WCAM oorspronkelijk voorzien voor 'mass disaster accidents' (een eenmalige gebeurtenis waardoor in één keer veel personen tegelijk schade lijden) en 'mass exposure accidents' (massaschade die het gevolg is van een reeks identieke gebeurtenissen, waarbij de schade vaak over een lange periode en bij een geografisch verspreide (grotere) groep slachtoffers ontstaat).³² Voorbeelden van de tweede categorie zijn de schade die het gevolg is van blootstelling aan asbest of het gebruik van het DES-hormoon.

Onder de WCAM kan een overeenkomst tussen schadeveroorzakers en belangenbehartigers van benadeelden door de rechter verbindend worden verklaard. De procedure onder de WCAM vangt aan met een overeenkomst tussen een belangenbehartiger van benadeelden (een stichting of vereniging met volledige rechtsbevoegdheid) en één of meer andere partijen die zich bij die overeenkomst hebben verbonden tot vergoeding van schade. De fase die aan de overeenkomst voorafgaat is geen onderdeel van de WCAM. Die verbindendverklaring geldt voor personen aan wie de schade is toegebracht. De belangenbehartiger dient voldoende representatief te zijn. Die representativiteit ziet op de belangen van de benadeelden ten behoeve van wie de overeenkomst is gesloten. Zodra het verzoek tot verbindendverklaring onherroepelijk is, wordt iedere benadeelde van rechtswege partij bij de overeenkomst.³³

De overeenkomst die collectief verbindend is verklaard, wordt door de wet aangemerkt als een vaststellingsovereenkomst in de zin van Boek 7 titel 15 BW. Zij is geregeld in de artikelen 7:907-7:910 BW. In een vaststellingsovereenkomst binden partijen zich aan een vaststelling omtrent hetgeen tussen hen rechtens geldt. Zij doen dat ter beëindiging of ter voorkoming van een onzekerheid of een geschil (artikel 7:900 lid 1 BW). De vaststelling bindt partijen óók indien zij van de tevoren bestaande rechtstoestand mocht afwijken. Een vaststelling is ook geldig als zij in strijd mocht blijven met dwingend recht, tenzij er sprake is van strijd met de goede zeden of de openbare orde. De verbindendverklaring heeft geen gevolg voor een gelaedeerde die binnen een door de rechter te bepalen termijn schriftelijk meedeelt niet gebonden te willen zijn (opt-out).³⁴ Een verzoek tot verbindendverklaring dient in eerste aanleg bij het Gerechtshof Amsterdam.³⁵ Het lijkt aannemelijk dat een verbind-

De WCAM maakt het mogelijk een groot aantal civiele procedures in één keer af te doen waardoor kosten worden beperkt.

30. Vgl. ABP jaarverslag 2006.

31. Kosteloze informatie is voor eenieder toegankelijk via <<http://securities.stanford.edu>>. Het lijkt ons echter niet eenvoudig om die bron te koppelen aan informatie met betrekking tot de eigen portefeuille, zoals aan- en verkooptransacties en historische posities.

32. I.N. Tzankova, *Strooischade*, par. 1.3.

33. Artikel 7:907 BW. Vgl. ook A.F.J.A. Leijten, 'De betekenis van de Wet collectieve afwikkeling massaschade voor corporate litigation', *Ondernemingsrecht* 2005-15, p. 498-506.

34. Artikel 7:908 lid 2 BW.

35. Artikel 1013 Rv.

Bij de totstandkoming van de WCAM heeft de wetgever de voordelen van de Amerikaanse class action geïncorporeerd in het Nederlandse recht.

36. Verdrag inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst, Rome 19 juni 1980, *Trb.* 1980, 156. Nader daarover M.V. Polak, 'Iedereen en overal? Internationaal privaatrecht rond "massaclaims"', *NJB* 2006-41 en Leijten, t.a.p., p. 505. Zie ook M.F. Poot, 'Internationale afwikkeling van massaschades met de Wet collectieve afwikkeling massaschade', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2005-2006*, p. 169 e.v.

37. Vgl. *Kamerstukken II*, 29 414, nr. 3.

38. In zoverre kan de Nederlandse afwikkeling van massaschade worden aangeduid als consensueel (de oplossing heeft een zeker harmonieus karakter) en de Amerikaanse als contentieus c.q. adversarieel (de oplossing is het resultaat van een rechtsstrijd).

39. Gerechtshof Amsterdam 25 januari 2007, *LJN* AZ7033.

40. Die houden vooral verband met de belangenconflicten van 'the plaintiffs bar'. Vgl. E.J. Weiss & L.J. White, 'File early, then free ride: how Delaware law (mis)shapes shareholder class actions', *Vanderbilt Law Review* 57:1797 (2004). Zie ook I.N. Tzankova, *Strooischade*, par. 4.5.3.

dendverklaring grensoverschrijdende werking kan hebben, binnen de staten die gebonden zijn aan het EEX.³⁶

Bij de totstandkoming van de WCAM heeft de wetgever de voordelen van de Amerikaanse class action geïncorporeerd in het Nederlandse recht.³⁷ Een belangrijk verschil met de class action in de VS is dat tot het moment van sluiten van de overeenkomst geen rol is weggelegd voor de rechter. Partijen nemen op basis van vrijwilligheid deel aan de onderhandelingen die moeten leiden tot een overeenkomst die aan de rechter kan worden voorgelegd.³⁸ De Nederlandse en de Amerikaanse procedure hebben gemeen dat de rechter de redelijkheid van de hoogte van de toegekende schadevergoeding beoordeelt en de benadeelde zich aan de gevolgen van de overeenkomst kan onttrekken door gebruik te maken van de uitstapmogelijkheid. Deze uitstapmogelijkheid wordt verondersteld de benadeelde voldoende rechtsbescherming te bieden. Iedere benadeelde heeft daardoor de mogelijkheid desgewenst een eigen procedure te beginnen teneinde de door hem geleden schade te verhalen. Daarin kan hij bijvoorbeeld wijzen op de specifieke omstandigheden waarin hij zich bevindt.

De belangrijkste toepassing van de WCAM tot op heden betrof de afdoening van de Dexia-affaire door middel van de Duisenberg-schikking.³⁹ We zouden die zaak kunnen aanmerken als een voorbeeld van een 'mass exposure accident'. Denkbaar is echter ook dat de WCAM toepassing vindt ingeval een onderneming een misleidende mededeling naar buiten brengt waardoor in één keer heel veel beleggers schade lijden. In dat geval is veeleer sprake van een 'mass disaster accident'. Ook dan behoort afdoening via de WCAM, eventueel in combinatie met het EEX tot de mogelijkheden. Een voordeel daarvan kan zijn dat bepaalde uitwassen van het Amerikaanse systeem kunnen worden teruggedrongen dan wel omzeild.⁴⁰

13. Samenvatting

In Amerika leidt misleiding van beleggers door een beursgenoteerde onderneming steenvast tot een class action. Aandeelhouders die in de class period hebben gehandeld in aandelen die door de desbetreffende onderneming zijn uitgegeven, participeren daarin van rechtswege. Indien een class action resulteert in schadevergoeding, verkrijgen aandeelhouders

vorderingen tot betaling van hun deelgerechtigdheid in die schadevergoeding. Dergelijke vorderingen maken deel uit van hun vermogen. In deze bijdrage verdedigen wij dat de fiduciaire verantwoordelijkheid van een vermogensbeheerder vergt dat hij die vorderingen administreert en int. In het voorgaande hebben wij handreikingen gedaan om een Nederlandse institutionele belegger in staat te stellen het verloop van class actions te monitoren. Dit kan gebeuren op een (i) passieve manier, dat wil zeggen: als class member incasseren hetgeen aan schadevergoeding wordt toegekend, dan wel (ii) door een actief optreden, door als lead plaintiff het voortouw te nemen in een class action of door een eigen procedure te starten door uit een class te stappen (opting-out). 'Passieve' monitoring is relatief eenvoudig en financieel aantrekkelijk, vooral in het huidige tijdsgewricht waarin talrijke juridische procedures die aan het begin van deze eeuw zijn gestart, uitmonden in schadevergoedingen. 'Actieve monitoring' komt praktisch gesproken alleen in aanmerking als de geleden schade uitzonderlijk groot is.

Sinds kort kan ook het Nederlandse recht worden toegepast om op een efficiënte wijze schadevergoeding te verkrijgen voor beleggers die benadeeld zijn door effectenuitgevende instellingen of tussenpersonen. De mogelijkheden die de Wet collectieve afwikkeling massaschade daartoe biedt, zullen naar verwachting worden verkend.